

东凌粮油(000893)深度研究报告

——压榨利润回暖下的高弹性品种

推荐

上调评级

农业/农产品加工

发布时间：2012年5月2日

投资要点:

- 国内大豆压榨产业经历风波后，近年来呈现出新的特点：A、国产大豆量减，进口依存度逐年提高；B、压榨产能过剩，行业开工率偏低；C、产业布局集群化、集团化已具雏形；D、受政府调控影响较大，价格传导机制间歇失灵。
- 大豆供求偏紧，压榨利润回暖。全球油菜籽产量下降，棕榈油增长空间有限和大豆减产，造成了本年度油脂供求关系偏紧。USDA 连续下调全球库存消费比连续4个月下降，降至21.93%，低于23.53%的平均水平。2012年国内压榨利润持续走高。一季度行业平均压榨利润为135元/吨。
- 产能扩张、产业链延伸正当时。公司目前有新塘和南沙生产基地，其中新塘基地日加工大豆能力2300吨，南沙基地一期日加工大豆5000吨，随着南沙基地二期日加工5000吨产能2012年6月投产，公司拥有的大豆压榨能力为370万吨。公司全力延伸产业链，打造高端的植之元食用油品牌。从2011年3月份开始餐饮行业逐步推广中包装餐饮专用食用油。
- 外界“妖魔化”了公司套保，但我们认为套保平滑了公司利润。以公司和行业的压榨利润相比较，显然公司压榨利润较平缓。
- 盈利预测与投资建议：预计12-14年公司营业收入分别为93.66亿元，116.35亿元和127.45亿元；净利润分别为1.21亿元、1.70亿元和2.05亿元；EPS分别为0.54元，0.77元和0.92元，虑到压榨行业回暖，以及公司业绩的高弹性，上调至推荐评级。
- 风险提示：公司套期保值亏损加大；行业压榨利润不景气。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2011A	6,723	21	-188	-198	0.85	-61.1	-
2012E	9,366	39	121	164	0.54	28.0	28
2013E	11,635	24	170	41	0.77	28.3	19
2014E	12,745	10	205	21	0.92	25.5	16

走势图



市场数据

2012/4/27

收 价:	14.96 元
52 周最高价:	29.20 元
52 周最低价:	11.40 元
平均持仓成本:	14.72 元

基本数据

2012Q1

总股本 (万股):	22,200
流通 A 股 (万股):	22,200
每股收益 (元):	-0.08
每股净资产 (元):	1.30
每股经营现金流 (元):	0.98
市净率:	11.51

分析师: 郭伟明

执业证书编号: S0550512030002

TEL: (8621)2036 1110

FAX: (8621)2036 1159

Email: guowm@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

目录

1、中国大豆压榨行业特点	4
1.1、国产大豆量减，进口依存度逐年提高.....	4
1.2、压榨产能过剩，行业开工率偏低.....	5
1.3、集群化、集团化已具雏形	6
1.4、受政府调控影响较大 价格传导机制间歇失灵	7
2、大豆供求偏紧 压榨利润回暖.....	8
2.1、 南美减产和北美种植面积下降 大豆基本面偏紧	8
2.2 、下游需求旺盛 行业压榨利润回暖	9
3、产能扩张、产业链延伸正当时.....	10
3.1、公司基本情况	10
3.2、压榨产能提升 产业链延伸	11
3.3、大豆采购流程以及套保的必要性.....	12
3.4、套保的效果：平滑压榨利润.....	13
4、盈利预测与投资建议	14
5、风险提示	14

图表

图 1 国内大豆产量低于 1800 万吨	4
图 2 进口大豆逐年提高依存度 80%.....	4
图 3 豆油、豆粕消费复合增长率 13%和 11%.....	5
图 4 中国大豆压榨量、产能以及产能利用率.....	5
图 5 食用植物油加工业布局示意图	6
图 6 各个大豆压榨圈产能占比.....	6
图 7 前十大压榨企业占比.....	7
图 8 前十大企业企业压榨规模.....	7
图 9 全球库存产量、压榨量.....	8
图 10 全球期末库存、库存消费比.....	8
图 11 巴西、阿根廷大豆产量占比 46%.....	8
图 12 2011 年各国大豆产量占比	8
图 13 美国玉米大豆种植收益差.....	9
图 14 2012 年大豆压榨利润回暖.....	9
图 15 下半年度生猪存栏量预期回升	9
图 16 一季度饲料价格走强.....	10

图 17 公司股权控制图.....	10
图 18 大豆压榨量.....	11
图 19 豆油豆粕销售.....	11
图 20 公司中包装大豆油.....	12
图 21 公司中包装烹调油和调和油.....	12
图 22 2011 年主要供货商.....	12
图 23 2011 年主要销售商.....	12
图 24 公司大豆采购模式.....	13
图 25 近两年公司处置交易性金融资产损益.....	14
图 26 公司压榨利润较行业平缓.....	14
表 1 主要政策法规.....	7
表 2 公司产能分布.....	11
表 3 套期保值方式和比例.....	13
表 4 主营业务预测.....	15

1、中国大豆压榨行业特点

作为粮油中对外开放最早的大豆产业，之前由于体制僵化、信息滞后失真和经营者素质不高等诸多原因，先后经历了两次影响深远的“大豆风波”。在这两次风波中，第一次以国有压榨企业和小规模压榨企业全线溃败结束，第二次以民营和较大规模压榨企业失利告终。如今，国内已失去对全球大豆定价的话语权，形成了“美洲种大豆，中国买大豆，粮商定价格”的局面。

近年来，国内大豆压榨产业呈现出新的特点：A、国产大豆量减，进口依存度逐年提高；B、压榨产能过剩，行业开工率偏低；C、产业布局集群化、集团化已具雏形；D、受政府调控影响较大，价格传导机制间歇失灵。

1.1、 国产大豆量减，进口依存度逐年提高

我国是大豆种植的发源地，随着对油脂油料需求的增长态势，从1996年开始我国就成为大豆的净进口国。目前，国内油用大豆缺口较大，而且基本依赖进口。2011年国产大豆1410万吨，进口量5730万吨，对外依存度高达80%。

进口大豆之所以能迅速占领国内市场，主要原因是国产大豆供给不足，历年产量最高也不到1800万吨，但国内对豆油、豆粕需求增长旺盛。近十年，豆粕消费复合增长率10.96%，豆油消费复合增长率13.42%，国内大豆消费量7327万吨。其次是转基因进口大豆出油率高，一般在19%-22%左右，而国产大豆出油率为16%-17%。

图 1 国内大豆产量低于 1800 万吨

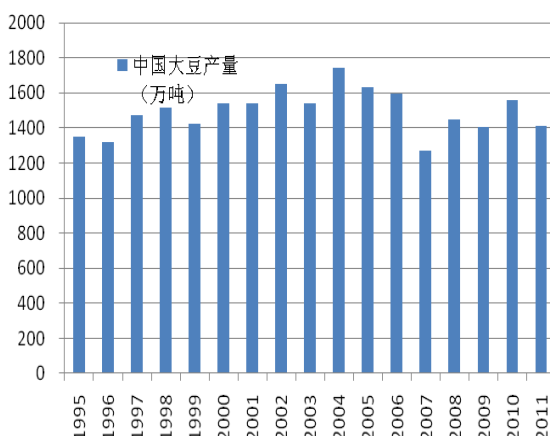
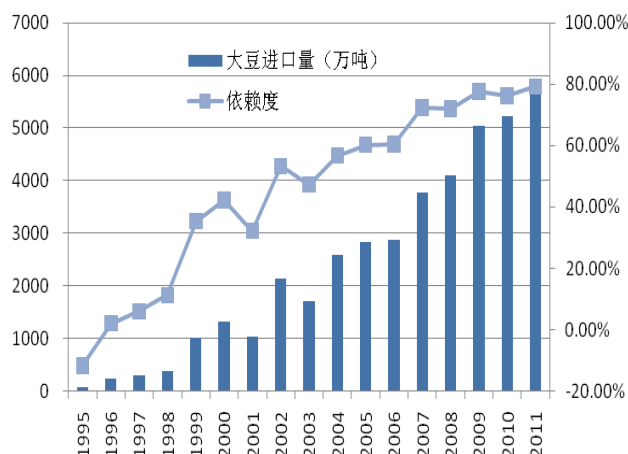
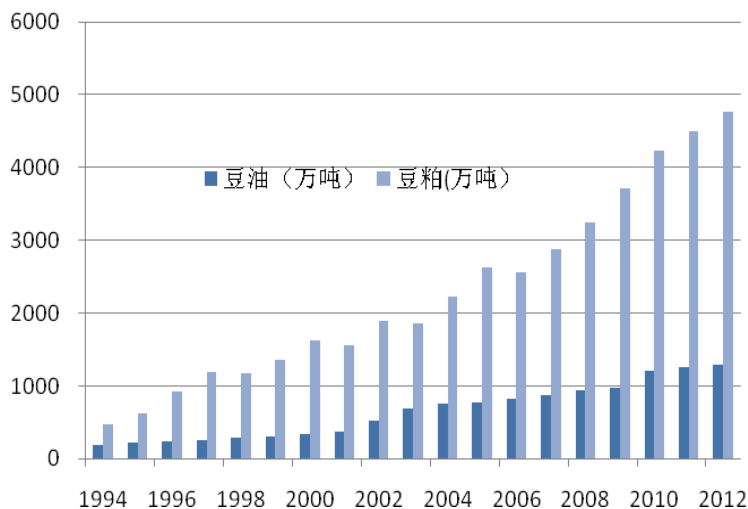


图 2 进口大豆逐年提高依存度 80%



资料来源：农业部

图 3 豆油、豆粕消费复合增长率 13%和 11%

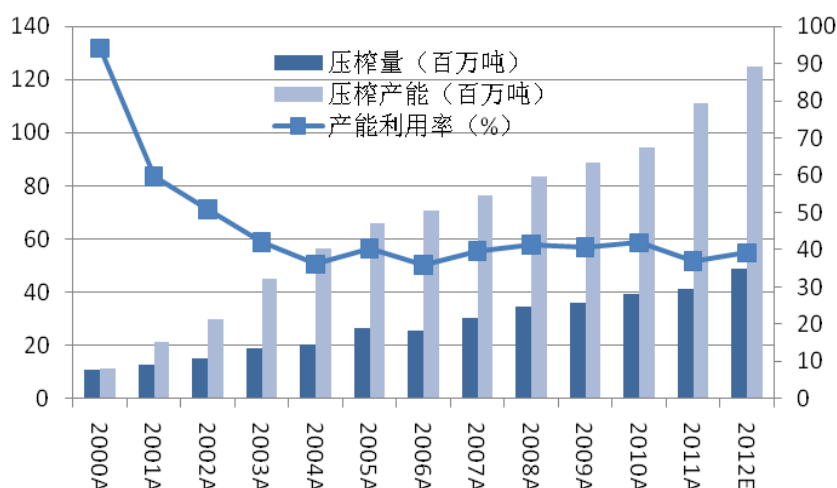


资料来源：农业部

1.2、压榨产能过剩，行业开工率偏低

国内油脂行业中，大豆压榨的发展轨迹极具代表性。由于下游需求增长和行业进入门槛低，推动了大豆压榨产能的急速扩张。1999 年，外资开始大举进入行业后，大豆压榨年产能轻松地突破了 1000 万吨。到了 2011 年，国内大豆日加工压榨能力 32.2 万吨，年加工压榨能力达到 1.16 亿吨。根据公开资料显示，中粮、中储粮和金光油脂等大型油脂企业都有压榨项目在建，预估到 2012 年底，国内大豆压榨产能接近 1.25 亿吨。

图 4 中国大豆压榨量、产能以及产能利用率



资料来源：USDA 东北证券

近年大豆压榨产能扩张速度远远超过需求的增长，致使全行业开工率不足 40%。同时，由于大豆加工主要产成品的同质化，进一步压低了行业的利润空间。2000 年大豆压榨行业产能利用率 94.12%，2004 年首次低于 40%，到了 2011 年中小型加工厂多半处于倒闭、停产或半停产状态，产能利用率仅有 37%。2012 年，如果按的国内压榨大豆量 4883 万吨，产能 1.25 亿吨计算，行业产能利用率仍然不足 40%。

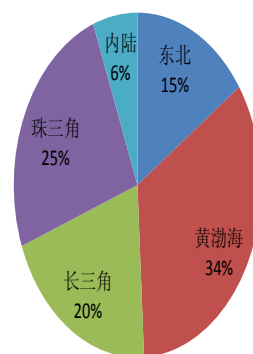
1.3、 集群化、集团化已具雏形

国内大豆压榨产业已形成东北、环渤海、长三角、珠三角和内陆五大压榨圈，其中环渤海地区产能占 34%，珠三角居其次约占 25%，再次是长三角和东北地区，占比分别为 20% 和 15%，内陆地区占比最低为 6%。环渤海、长三角和珠三角压榨圈主要分布在港口附近，以进口大豆为主要原料，市场份额逐年增长；东北和内陆压榨圈主要以国产大豆为原料，市场份额逐年下降，总体竞争力较弱。

图 5 食用植物油加工业布局示意图



图 6 各个大豆压榨圈产能占比



资料来源：国家粮食局 东北证券

在国家限制外资、主张重组的大方针下，我国油脂行业的兼并重组将进入实质启动阶段。目前来看，集团化经营趋势将越发明显，大型企业通过收购整合资源，提高行业集中度，规模较小企业的生存空间将进一步被压缩。以中纺集团油脂压榨发展为例，在 2009 年收购的 6 家企业的年压榨量不足 100 万吨，并购后实现规模化生产，其总产能增长至 300 万吨，目前集团产能约为 2.5 万吨/日。据资料显示，全国前十的压榨企业（集团）产能占比 56.68%。

图 7 前十大压榨企业占比

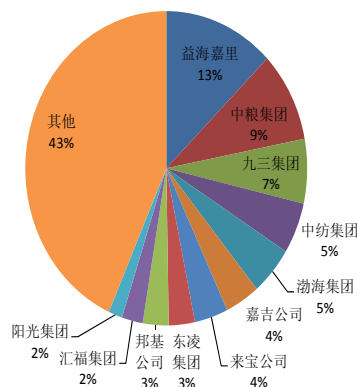
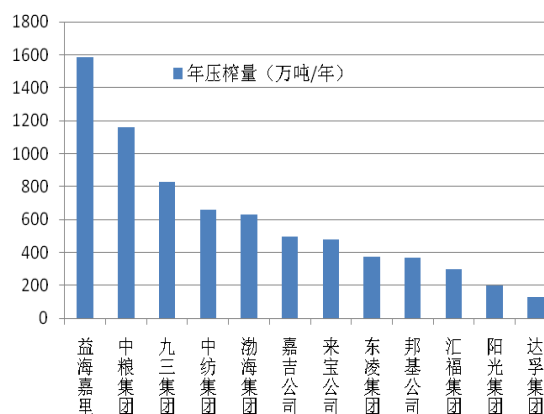


图 8 前十大企业企业压榨规模



资料来源：中国饲料信息网 东北证券

1.4、 受政府调控影响较大 价格传导机制间歇失灵

大豆压榨的产出主要是基础性产品，涉及普通百姓的日常生活，因此国家对油脂行业一直保持较强的调控力度。这就造成了下游价格受国家调控，而上游价格却取决于国际市场，上下游价格传导不畅可能会导致压榨企业盈利状况堪忧。

2006-2007 年，在国内食用油价格大幅上涨的背景下，分两次销售 20 万吨储备食用油，并出台一系列相关措施，如大规模进口油脂油料，扶持油料生产和对东北和内蒙古高油大豆进行补贴，意在调控植物油市场价格。

2010 年下半年，食用油价格的再次大幅上涨，国家通过拍卖植物油及大豆，定向划转植物油和大豆增加市场供给。同时，召集益海嘉里、中粮集团、中纺集团和九三集团等主要小包装食用油企业，以限价措施来稳定市场价格。到了 2011 年下半年，在多种因素影响下，油脂价格于低位运行，加上豆粕价格低迷，导致了行业性亏损。

表 1 主要政策法规

	颁布时间	主要相关内容
外商投资产业指导目录（2007 版）	2007/10/31	大豆、油菜籽食用油脂加工、玉米深加工等农副产品加工业要求必须由中方控股。
关于促进大豆加工业健康发展的指导意见	2008/08/22	加大对国内大豆生产的扶持，鼓励内资龙头企业进行兼并重组活动，对内资企业的行业整合进行扶持。
外商投资产业指导目录（2011 版）	2011/12/24	限制中东部单线日处理油菜籽、棉籽 200 吨及以下，花生 100 吨及以下的油料加工项目；西部地区油料 100 吨及以下的加工项目。
粮油加工业十二五发展规划	2012/1/13	提高供给保障能力，加快产业、产品结构调整；促进产业聚集发展。

资料来源：东北证券

2、大豆供求偏紧 压榨利润回暖

2.1、南美减产和北美种植面积下降 大豆基本面偏紧

全球油菜籽产量下降，棕榈油增长空间有限和大豆减产，造成了本年度油脂供求关系偏紧。根据 USDA 最新供需报告显示，本年度全球油料作物产量预计 4.41 亿吨，比上月的预估值下调了 520 万吨。全球产量下降最主要的原因是南美天气干旱和气温偏高所致，其中阿根廷产量调降至 4500 万吨，巴西产量调降至 6600 万吨。受南美减产影响，USDA 连续下调全球库存消费比连续 4 个月下降，降至 21.93%，低于 23.53% 的平均水平。

根据 3 月末的种植意向报告，2012 年美国玉米种植面积为 9590 万英亩，同比增长 4%，且为 1937 年以来的最高值；大豆种植面积为 7390 万英亩，同比减少 1%。这基本符合之前我们的预期，影响种植意向的重要因素是大豆和玉米种植收益比较。根据美国农业部 2012 年的种植成本和期货价格合约，以及过去亩产情况来估算，2012/2013 年度美国玉米、大豆种植利润相差多达 300 美元/英亩。

图 9 全球库存产量、压榨量

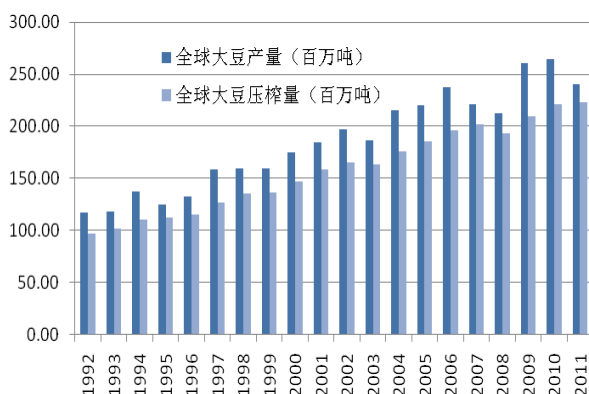
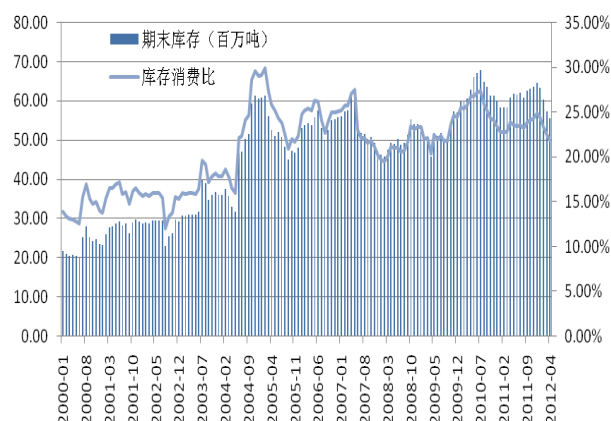


图 10 全球期末库存、库存消费比



资料来源: USDA

图 11 巴西、阿根廷大豆产量占比 46%

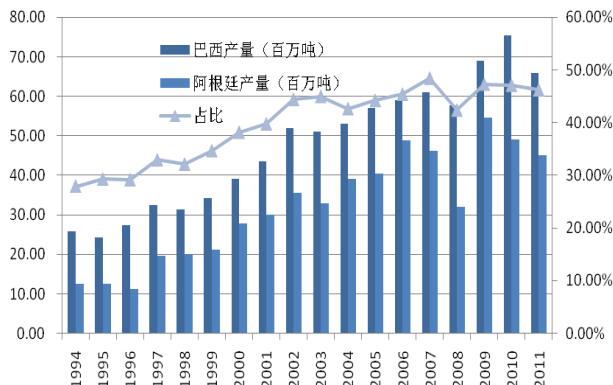
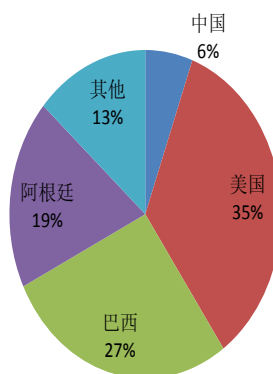
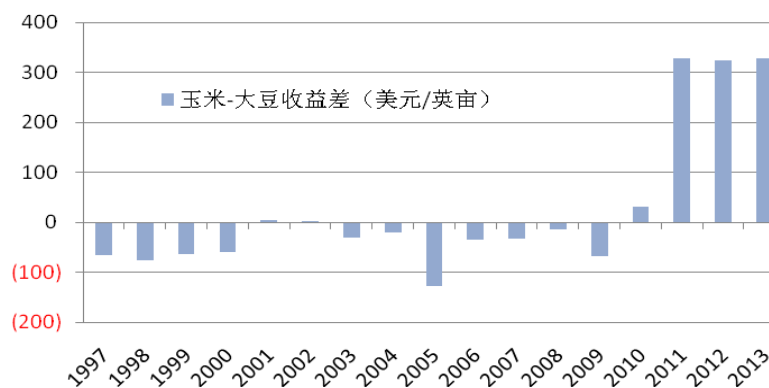


图 12 2011 年各国大豆产量占比



资料来源: USDA

图 13 美国玉米大豆种植收益差



资料来源: USDA 东北证券

2.2 、下游需求旺盛 行业压榨利润回暖

无论是短期还是长期,由于下游需求拉动,我国大豆消费都呈现出刚性增长。前文曾提及,过去十年豆粕和豆油消费复合增长率保持在 10%以上,虽然近年增速有所减缓,但增长态势依然确定。

短期来看,2012 年全年生猪存栏量将保持高位,进而对豆粕需求保持旺盛。2012 年 3 月生猪存栏量 46167 万头,同比增长 3.17%,能繁母猪存栏 4954 万头,同比增长 5.18%,且两者都处于历史高位。猪肉价格在下行通道中,但饲料价格依旧坚挺,养殖效益不佳,不过考虑到存栏量季节性因素和下半年养殖效益回暖预期,我们认为全年养殖存栏量都将保持高位。长期来看,豆粕作为饲料重要原料,在量和质上都具有无可比拟的优势,这将保证其会挤占其他蛋白粕的份额。此外,我国食用油与发达国家相比仍存在较大差距,需求仍将持续增长,即使考虑饮食习惯的差异,我国人均植物油消费量也存在较大的增长空间。

2012 年国内压榨利润持续走高。根据农业部相关数据显示,年初进口大豆压榨利润为 5.25 元/吨,到了 4 月中旬突破了 500 元/吨,一季度行业平均压榨利润为 135 元/吨。

图 14 2012 年大豆压榨利润回暖

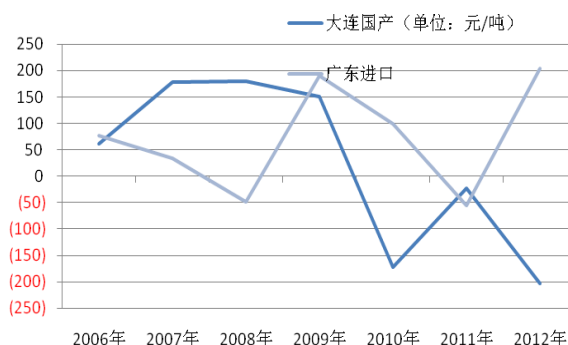
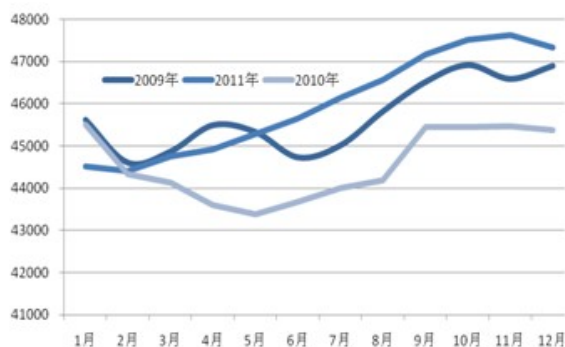
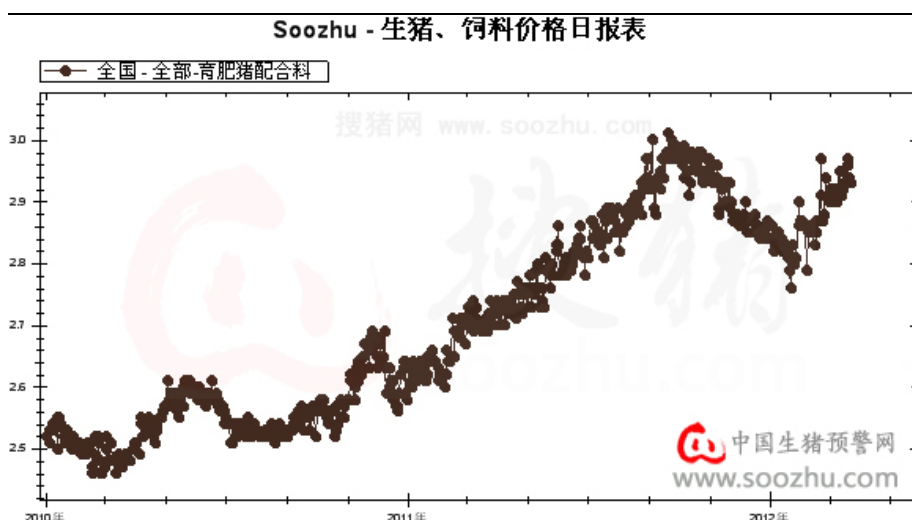


图 15 下半年度生猪存栏量预期回升



资料来源: 农业部

图 16 一季度饲料价格走强

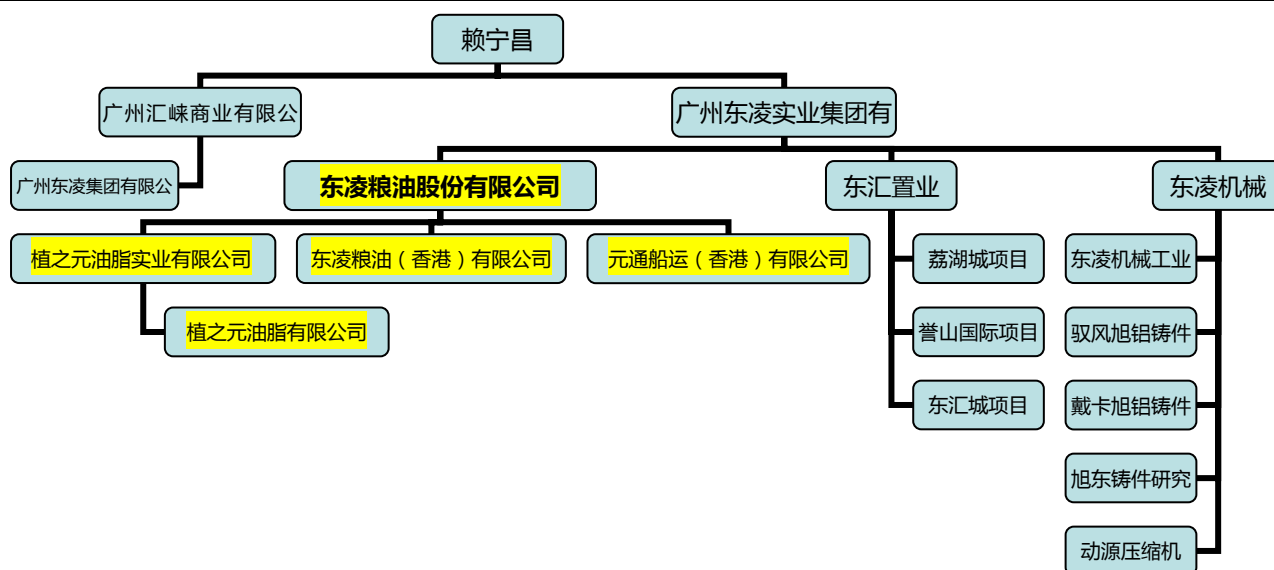


3、产能扩张、产业链延伸正当时

3.1、公司基本情况

东凌粮油（000893）是国内 A 股唯一以大豆压榨为主营的上市公司，其控股股东广州东凌实业集团，是一家以粮食物流与加工、轮毂研发与铸造、涡卷技术研发应用和地产开发于一体的大型企业集团。东凌粮油目前拥有四家子（孙）公司，分别是广州植之元油脂实业、广州植之元油脂、东凌粮油（香港）和元通船运（香港），其中植之元油脂实业和植之元油脂分别运营南沙、新塘生产基地，东凌粮油（香港）主要职能为大豆采购及粮油衍生品交易。

图 17 公司股权控制图



资料来源: 东北证券

过去三年，公司大豆压榨 150 万吨、158 万吨和 159 万吨，销售豆油 27.6 万吨、28.1 万吨和 27.7 万吨，销售豆粕 121.97 万吨、121.93 万吨和 129.51 万吨。

图 18 大豆压榨量

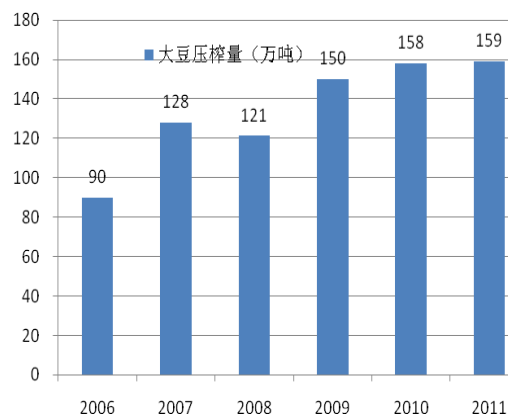
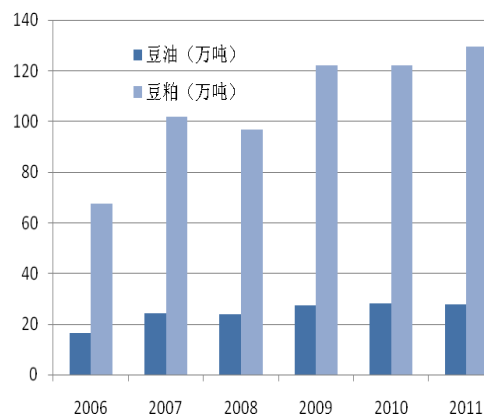


图 19 豆油豆粕销售



资料来源：公司公告

3.2、压榨产能提升 产业链延伸

公司目前有新塘和南沙生产基地，其中新塘基地日加工大豆能力 2300 吨，南沙基地一期日加工大豆 5000 吨，随着南沙基地二期日加工 5000 吨产能 2012 年 6 月投产，公司拥有大豆压榨能力为 370 万吨。此外，公司拥有豆油精炼日产能 1000 吨已于 2010 年 9 月投产。

表 2 公司产能分布

名称	产能 (吨/年)	投产日期
新塘基地	70	1999 年 12 月
南沙一期	150	2006 年 9 月
南沙二期	150	2012 年 6 月

资料来源：公司公告

公司全力延伸产业链，打造高端的植之元食用油(大豆油、烹调油、调和油)品牌。从 2011 年 3 月份开始，在餐饮行业逐步推广 14 升、16 升、20 升和 22 升等规格的中包装餐饮专用食用油，以及 900 毫升-5 升装多规格的小包装家庭用食用油。

图 20 公司中包装大豆油



图 21 公司中包装烹调油和调和油



资料来源：公司网站

3.3、大豆采购流程以及套保的必要性

公司原料大豆通过香港子公司与美国、巴西和阿根廷等国供应商签署采购合同，供应商包括全农谷物、CHS 和 Concordia 等国际大型粮食销售商和各区域性粮商。公司主要产品豆粕，作为各种饲料蛋白来源，主要供应到下游饲料加工企业，而豆油主要提供各个食用油生产商。

大豆采购流程：首先公司通过开证银行开即期信用证给供应商，供应商开始装货上船；待船到港完成通关、通检后，公司根据生产情况通过代理商分批向银行支付款项购汇，开证银行将释放等值货权，港口公司安排释放货权，最后大豆运至生产基地。

图 22 2011 年主要供货商

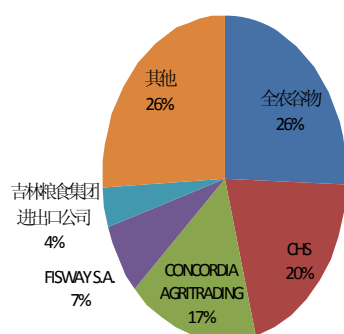
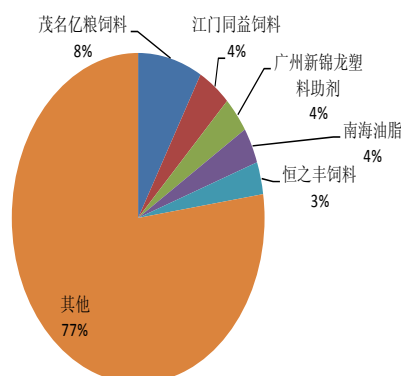
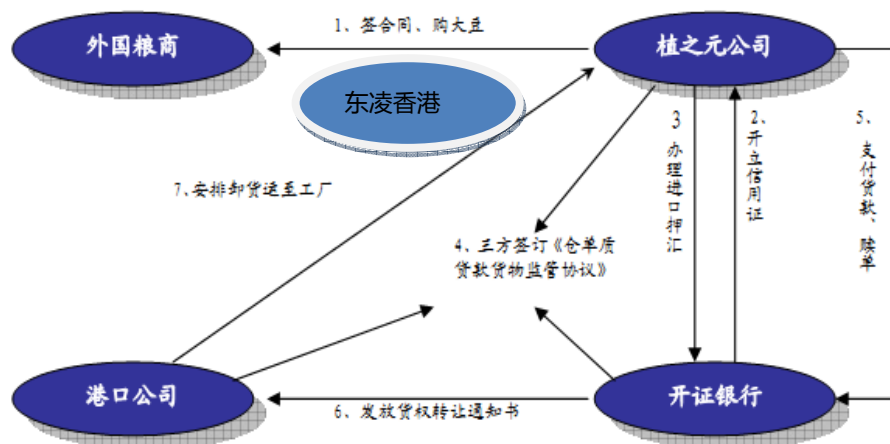


图 23 2011 年主要销售商



资料来源：公司公告

图 24 公司大豆采购模式



资料来源：公司公告

套保的必要性：大豆压榨产业经过采购装船、海上运输以及加工压榨成产成品进行销售，整个采购运输及生产周期较长（两三个月），原材料以及产成品均为流动性极强的大宗商品，价格波动性强。同时由于大豆压榨毛利率低，采用套期保值操作规避原材料及产成品波动对压榨利润造成波动性的影响，可以做到锁定压榨利润，规避经营风险。

自 2009 年 7 月起，公司对原有委托境内第三方进行境外期权期货操作方式进行调整，将公司大豆等粮油原材料自主采购及其衍生品交易授权香港子公司进行操作。操作方式包括签署远期销售协议、卖空期货合约及买入看跌期权三种方式，其中涉及的衍生品操作均为境外交易所场内交易，不存在通过场外交易进行套期保值操作的情形。

表 3 套期保值方式和比例

套期保值方式	套期保值头寸比例	特点
卖空期货合约	0%-20%	规避价格下跌风险，保证金成本较高，可能会影响公司正常的资金流
远期销售	10%-30%	锁定压榨利润，失去价格上涨带来的超额收益，无初始成本
买入看跌期权	70%-90%	回避价格下跌的风险同时享受价格上涨的收益，需支付一定的期权费用。

资料来源：公司公告

3.4、套保的效果：平滑压榨利润

期末公司对持有的套期工具的有效性进行评价。评价结果为高度有效的套期工具成本及其浮动收益，计入其他流动资产，评价结果为非高度有效的套期工具的成本及其浮动收益，计入交易性金融资产。2010-2011 年，公司投资净收益分别亏损 3684 万元和 598 万元。

与外界“妖魔化”公司套保不一样，我们认为公司套保起到了平滑利润的作用。以公司和行业的压榨利润相比较，显然公司压榨利润较平缓。2007-2011 年，公司压榨利润分别为每吨 11 元、66 元、136 元、121 元和-118 元，行业压榨利润分别为 34 元、-49 元、190 元、99 元和-56 元。

图 25 近两年公司处置交易性金融资产损益

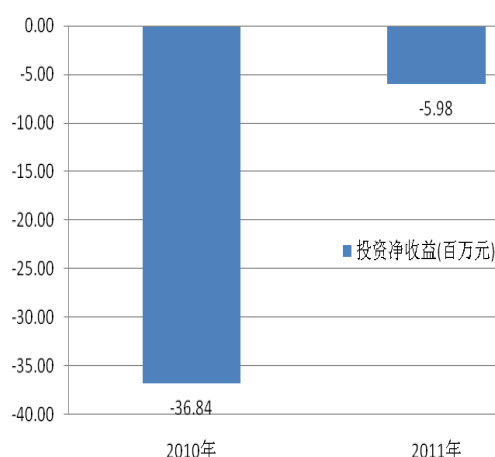
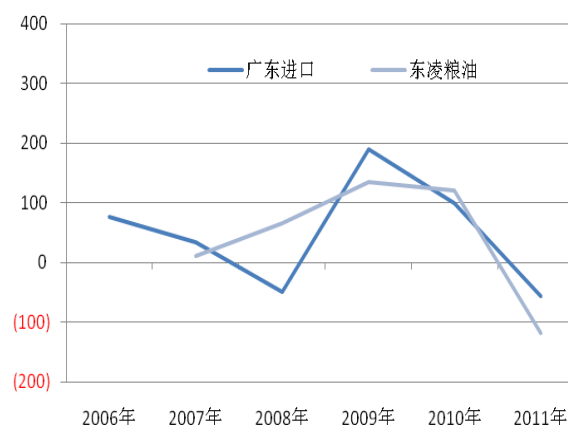


图 26 公司压榨利润较行业平缓



资料来源：公司公告 农业部

4、盈利预测与投资建议

预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 93.66 亿元，116.35 亿元和 127.45 亿元，增速分别为 39%、24%和 10%；净利润分别为 1.21 亿元、1.70 亿元和 2.05 亿元，净利润增速分别为 164%、41%和 21%；EPS 分别为 0.54 元，0.77 元和 0.92 元，考虑到压榨行业回暖，以及公司业绩的高弹性，上调至推荐评级。

5、风险提示

公司套期保值亏损加大；行业压榨利润不景气。

表 4 主营业务预测

报告期	2011A	2012E	2013E	2014E
豆粕				
收入（百万元）	3695.69	5218.01	6522.52	6985.62
成本（百万元）	3733.31	4983.20	6229.00	6671.26
销售量（万吨）	129.51	170.10	202.50	206.55
销售均价（元/吨）	2853.60	3067.62	3221.00	3382.05
单位成本（元/吨）	2882.64	2929.57	3076.05	3229.85
毛利（百万）	(37.62)	234.81	293.51	314.35
毛利率	-1.02%	4.50%	4.50%	4.50%
豆油				
收入（百万元）	2401.76	3427.91	4284.89	4807.64
成本（百万元）	2420.23	3290.79	4113.49	4615.34
销售量（万吨）	27.68	36.75	43.75	44.63
销售均价（元/吨）	8676.88	9327.65	9794.03	10773.43
单位成本（元/吨）	8743.61	8954.54	9402.27	10342.49
毛利（百万）	(18.47)	137.12	171.40	192.31
毛利率	-0.77%	4.00%	4.00%	4.00%
海运				
收入（百万元）	392.47	451.34	519.05	596.90
成本（百万元）	392.07	450.89	518.53	596.31
毛利（百万）	0.40	0.45	0.52	0.60
毛利率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
其他				
收入（百万元）	233.49	268.52	308.79	355.11
成本（百万元）	235.42	262.20	301.52	351.56
毛利（百万）	(1.92)	6.32	7.27	3.55
毛利率	-0.82%	2.35%	2.35%	1.00%
营业收入合计				
收入（百万元）	6723.42	9365.78	11635.24	12745.27
成本（百万元）	6781.03	8987.08	11162.55	12234.47
毛利（百万）	(57.61)	378.70	472.70	510.81
毛利率	-0.86%	4.04%	4.06%	4.01%

资料来源：东北证券

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2985	3851	4274	4482
现金	1648	1873	1798	1823
应收账款	65	58	77	89
其他应收款	3	4	5	6
预付账款	33	27	56	61
存货	1204	1853	2301	2464
其他流动资产	33	37	38	40
非流动资产	837	934	871	807
长期投资	0	0	0	0
固定资产	622	880	818	756
无形资产	56	54	53	51
其他非流动资产	159	0	0	0
资产总计	3822	4786	5145	5290
流动负债	3270	4110	4300	4239
短期借款	1692	2444	2084	1890
应付账款	333	325	452	477
其他流动负债	1245	1341	1764	1872
非流动负债	236	237	236	236
长期借款	220	220	220	220
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	3506	4347	4536	4476
少数股东权益	9	9	9	9
股本	222	222	222	222
资本公积	10	10	10	10
留存收益	78	199	369	574
归属母公司股东权益	308	430	600	805
负债和股东权益	3822	4786	5145	5290

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1005	-270	380	305
净利润	-191	121	170	205
折旧摊销	45	53	63	63
财务费用	-16	89	99	83
投资损失	6	0	0	0
营运资金变动	1054	-544	36	-49
其他经营现金流	107	12	12	3
投资活动现金流	-189	-152	-2	-2
资本支出	189	150	0	0
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	2	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-856	647	-453	-278
短期借款	-1569	752	-360	-193
长期借款	105	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	608	-105	-93	-84
现金净增加额	-43	225	-75	25

利润表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6723	9366	11635	12745
营业成本	6781	8987	11163	12234
营业税金及附加	3	9	10	11
营业费用	17	33	37	40
管理费用	90	125	156	171
财务费用	-16	89	99	83
资产减值损失	23	0	0	0
公允价值变动收益	-10	0	0	0
投资净收益	-6	0	0	0
营业利润	-191	122	171	207
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-189	122	171	207
所得税	2	1	1	1
净利润	-191	121	170	205
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司净利润	-188	121	170	205
EBITDA	-162	264	333	352
EPS (元)	-0.85	0.54	0.77	0.92

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.8%	39.3%	24.2%	9.5%
营业利润	-196.3%	-36.2%	40.3%	20.5%
归属于母公司净利润	-198.2%	-35.8%	40.8%	20.7%
获利能力				
毛利率(%)	-0.9%	4.0%	4.1%	4.0%
净利率(%)	-2.8%	1.3%	1.5%	1.6%
ROE(%)	-61.1%	28.0%	28.3%	25.5%
ROIC(%)	-29.4%	15.5%	21.7%	23.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	91.7%	90.8%	88.2%	84.6%
净负债比率(%)	58.24%	63.98%	53.47%	49.83%
流动比率	0.91	0.94	0.99	1.06
速动比率	0.54	0.48	0.45	0.47
营运能力				
总资产周转率	1.62	2.18	2.34	2.44
应收账款周转率	167	145	163	145
应付账款周转率	35.20	27.33	28.76	26.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.85	0.54	0.77	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	4.53	-1.22	1.71	1.37
每股净资产(最新摊薄)	1.39	1.94	2.70	3.63
估值比率				
P/E	-16.26	25.33	17.99	14.90
P/B	9.94	7.10	5.09	3.80
EV/EBITDA	-21	13	10	10

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。